

我国风险投资退出机制中的 法律障碍及立法完善

黄 伟

(厦门大学法学院, 福建 厦门 361005)

摘要: 风险投资退出机制是风险投资健康发展的核心环节。我国系统的风险投资法律体系目前依旧缺位, 现行相关法律法规对风险投资的各种退出机制更是构成了诸多的法律障碍。建议根据我国现实情况及国外立法的成功经验: 开辟二板市场, 恢复并规范原有的场外交易市场, 完善产权交易制度, 同时对相关法律法规进行修改, 以构建我国的风险投资退出法律制度, 保障风险资本顺畅退出, 促进我国风险投资事业快速健康发展。

关键词: 风险投资退出机制 法律障碍 立法完善

随着知识经济时代的来临, 以知识密集型技术为基础的高科技产业将成为国民经济的主要支柱之一。国外经验表明, 高新技术成果产业化离不开风险资本的支持, 通过发展风险投资业来促进我国高科技产业的成长已成为当务之急, 而推动风险投资业发展的关键在于要有完善的风险资本退出机制。本文结合风险投资的三类不同的退出方式, 总结分析了当前我国风险投资退出机制所遭遇的一系列法律障碍, 进而对我国风险资本退出机制法律法规的修改、补充及完善作出探讨。

一、风险投资退出方式概述

风险投资是以股权形式投入新兴企业的投资资本, 与一般股权投资目的不同, 风险投资家看重的是超常的股权投资收益, 而非股份分红。故不论成败, 风险资本必定要择时退出。就目前我国风险投资退出机制而言, 根据 1999 年 12 月 30 日出台的《国务院办公厅关于建立风险投资的若干意见》(下称意见) 我国风险资本退出方式主要有股票市场上市、企业并购、股权回购等, 加之对失败风险企业的破产清算, 风险投资的退出方式可总结为三类: 股份上市、股份转让和破产清算。不同的退出方式, 收益各不相同。

1、股份上市

股份上市是风险投资的最佳退出方式。风险企业第一次向社会公开发行股票称为首次公开发行。(Initial public offering IPO) 作为一种主要的风险资本退出方式, 它意味着风险企业的经营业绩已得到金融市场的承认。不仅风险投资家可以实现收回投资的目的,

风险企业也可获得在证券市场上持续筹资的渠道, 是一种收益极高的退出方式。在美国, 以该方式退出的风险投资占总量的 30%, 且不同期的风险投资回报率大有不同: 种子期为 22.5 倍、创建期为 10 倍、成长期为 3.7 倍。^[1]

2、股份转让

股份转让则是风险资本退出的最主要方式。依股份转让的对象是新投资者还是创业企业本身, 具体可分为股份购并和股份回购两种方式。股份购并可细分为一般购并, 即被有实力的公司收购; 第二期购并, 即由另一家风险企业收购, 接手第二期投资。股份回购亦有两种: 管理层回购; 以及通过职工持股基金进行的职工层回购。美国的风险资本退出方式中, 股份转让所占的比重最大, 达 38%, 但其收益却只有 IPO 方式的 1/5。^[2]

3、破产清算

破产清算是风险投资退出的无奈之举。高比例的投资失败案例是风险投资高风险的集中反映。当一个项目缺乏预期的高回报时, 风险投资家就应果断退出, 将资金用于下一个更好的投资循环。统计表明, 美国的风险投资业中, 以清算方式退出的投资约占总风险投资额的 32%, 得以收回的资本占原投资额的 64%。^[3]

二、当前我国风险投资退出存在的法律障碍

我国的风险投资业始于 1985 年中国新技术创业投资公司的成立, 受传统儒商文化的影响, 发展速度较慢, 长期缺乏完善的退出机制更是加大了阻力。在

当前风险投资的基本法律《风险投资法》未出台的法律环境中,本身尚不健全成熟的退出机制遭遇诸多法律障碍。上文所介绍的三类风险资本退出途径与我国目前的法律法规存在直接、间接冲突或不合适宜的情况比比皆是:

(一)关于股份上市

1、二板市场目前尚未建立,而主板市场上市条件对于风险投资企业来说过高,致使 IPO 方式难以运行,风险企业只能望市兴叹。我国《公司法》第 152 条规定的公司上市的条件包括:“公司股本总额不少于人民币 5000 万元”“开业时间在 3 年以上,最近 3 年连续盈利”。这样的要求对风险企业尤其对处于成长期的企业来说是近乎苛刻的。符合条件具有上市资格的企业为数不多。《公司法》第 229 条第二款规定“高新技术股份有限公司发行新股,申请股票上市的条件由国务院另行规定。”但至今未见详细,具有可操作性的法律法规出台。何况,风险投资企业并非仅指高科技风险企业。中小企业居多的特性,资产规模实力弱决定了风险企业公开上市希望渺茫。IPO 这种最佳的风险资本退出方式在我国的效能大打折扣。

2、针对国内主板市场上市要求过高,二板市场尚未建立的困境,《意见》指出:境外创业板股票市场也是可资利用的风险投资撤出渠道之一。如香港联交所设立的创业板块 GEM、美国的 NASDAQ。但在实际运作过程中亦存在由香港和内地法律规定的差异而引发的法律障碍。内地企业对在港上市程序,法律环境不甚了解平添了许多麻烦。至于 NASDAQ,美国证券市场发达、规模较大,投资者已十分成熟,对公司上市条件要求普遍较高,上市条件相形之下的确比主板低许多,但我国的企业规模远不及发达国家水平,中小企业的标准也就有所不同,国外二板市场的上市要求对国内风险企业来说事实上并不低。境外上市之于风险企业同样任重道远。

3、上市制度控制太死,上市成本高昂。《证券法》第 11 条虽规定对公司企业的上市实行“核准制”,但就现实情况看,本质上属行政法意义上的“特许”,上市资格仍受“上市指标”控制。境外上市控制更加严格,第 29 条规定“境内企业直接或间接到境外发行证券或将其证券在境外上市交易,须经国务院证券监督管理机构批准。”风险企业申请审批程序十分复杂,需要耗费大量人力物力和财力用于企业上市准备工作,风险企业上市成本过高。

4、《公司法》第 12 条规定“公司向其他有限责任公司、股份有限公司投资的,除国务院规定的投资公司和控股公司外,所累计投资额不得超过本公司净资产

的 50%。”此规定直接降低了风险企业通过收购上市公司即“借壳上市”实现资本退出的可能性。因为收购上市公司需要巨额资金,风险企业通常规模较小,50%的限制性规定,使其对“借壳上市”心有余而力不足。

(二)关于股份转让

1、风险资本全额流通存在障碍,未能按照国际惯例进行资本运作,境内的法人股、国有股不能流通,存在同股不同权问题。《股份试点企业国有股权管理的实施意见》、《股份有限公司国有股权管理暂行办法》等法规明确规定国家股、法人股目前不能上市流通。资料显示,我国 90% 以上的风险投资机构有政府资金背景。^[4]在当前我国风险资本多为政府主导的情况下,国有股、法人股不能流通的规定无疑为风险资本采用协议收购方式退出制造了巨大的法律障碍。

2、股份转让禁止时间长、回购合法事由限制过于严格。《公司法》第 147 条规定:“发起人持有股份有限公司股票,自公司成立起 3 年内不得转让。”第 149 条规定“公司不得回购本公司股票,但为减少公司资本而注销股份或与持有本公司股票的其他公司合并时除外。”风险投资的生命周期一般在 3—7 年,却非一定要在项目成功或失败后才撤出。147 条的规定不利于风险资本选择最佳时机退出。149 条对回购事由的严格规定使风险投资家无法要求风险企业回购其持有的股份,与管理层回购,职工层回购这两种行之有效的资本退出方式直接冲突。《公司法》第 35 条,关于有限责任公司股东不能自由转让出资的条款,也对风险资本的退出制造了阻力。

3、风险投资家可采用要约收购方式退出,目前有关规定使收购方成本过高,降低了其积极性,不利资本退出。我国《证券法》第 75 条规定“上市公司收购可以采用要约收购或协议收购方式。”但现行《股票发行与交易管理暂行条例》第 47、48 条又同时规定,收购方在持有目标公司发行在外的普通股达到 5% 时要作出公告,以后每增持股份 2% 时要作出公告,且自该事实发生日起二日内不得购买该股票,当持股数达到 30% 时应当发出收购要约。由于初次公告时持股比例偏低,只有 5%,致使收购者目的过早暴露;持续购买的比例只有 2%,当购买股数达到 30% 发出收购要约时,收购方要公告 13 次。这样必然会使收购目标股票价格持续上涨,给收购方带来巨大的成本障碍,显然是不利风险投资家采用要约收购的方式从被投资企业退出风险资本。^[5]

4、股份转让要以规范的产权制度为基础。当前我国产权评估、产权交易的法规立法不健全。对于集中

交易的风险企业并购而言,《公司法》中关于出资和股份转让的有关规定过于原则,缺乏可操作性,国家至今尚未出台针对证券市场以外的集中产权交易的统一法律或法规。各地政府规章,规范性文件级别低,相互冲突,使得集中产权交易市场被割裂,互不融通,监管上的落后也阻碍着统一的产权交易市场的形成,跨行业跨地区产权交易困难重重。风险企业可谓是无所适从。渐成为热点的技术产权交易,目前除了《广州市促进风险投资业发展的若干规定》明确规定风险投资公司可以通过技术产权交易退出变现其风险投资,^[9]其它的地方规章在这方面均为空白。

(三)关于破产清算

缺乏专门的风险企业破产清算的法律制度。现行《企业破产法》第 2 条规定“本法适用于全民所有制企业。”可见,对于全民所有制以外的其它形式的企业法人包括新兴的风险企业并无专门的破产法律规范,而《民事诉讼法》所规定的破产还债程序过于粗疏,《公司法》的清算程序则相当地繁琐、耗时,且常伴有产权债务纠纷的干扰,不符合风险资本运作适时、快速、低耗损退出的内在要求。

三、我国风险投资退出机制的立法完善

在风险投资退出法律制度的总体设计上,几种退出方式应兼收并蓄,不可有所倚重偏轻,以期有风险资本构建一个多渠道、复层次的完整退出体系。目前建立二板市场的呼声甚高,只因公开上市被视为风险资本退出的最佳途径。但理想与现实间存在差距:成功在境外二板市场上市的风险企业凤毛麟角,且费用高昂。券商在股票承销时风险高必然促使其收取高额费用,其它中介机构亦如此。保守估计风险企业成功上市,费用至少应在筹集资金的 10% 以上,是一个不小的负担。^[7]退一步讲,即使国内创业板设立,也需要很长的一段时间进行制度建设。风险企业上市将是一个复杂而严格的审批核准过程,需要较长的周期,机会成本沉淀大。相形之下,企业并购、股份回购具有时间短、费用少、操作简单等优点,退出的效率明显要高许多。快速退出为新一轮的投资赢得时间并获取新的收益,从而一定程度上弥补了两种退出方式的收益差距。实践表明两种退出方式各有所长,分别适合于不同发展阶段的风险企业。故不能因为二板市场建立的高呼声而在立法上有失偏颇,效益与效率应当并重!另外,风险企业的高风险决定了破产清算这种痛苦的退出方式所占比重不会少;有些规模较大的风险投资公司为保证最佳的投资组合也会主动将部分风险项目进行破产清算。因此,这方面程序制度的立法完善,同样不可等闲视之。以下分述之:

首先,完善风险投资退出机制,设立二板市场是必然的选择。二板市场呼声很高,但证监会已多次在不同的场合表示时机尚不成熟。借鉴国外成功经验进行前期研究,积极稳妥地推进二板市场的建立是为明智之举。二板市场的法制建设有以下几点值得考虑:第一、是理念上的更新。高新技术企业规模小,资本增殖快,在创业发展初期,很难用企业的账面资产来衡量其价值,企业能否在二板市场上市主要应取决于该企业的科技含量、市场潜力及其成长性。NASDAQ 小盘股市场的成功经验是,利用市场行为建立权威的无形资产评估事务所,由独立中介机构来评估企业的科技含量和市场潜力,并作为审批机构审查是否同意上市的依据,允许无形资产比重很高甚至暂时经营亏损的企业通过适当评估后上市。^[8]第二、对二板市场进行双层次准入设计,降低上市标准。针对风险企业规模小,财力参差不齐的现实,可仿效 NASDAQ 将二板市场划分为全国市场和小型资本市场。规模较大的公司可选择在全国市场交易,小型资本市场则专门服务于小规模高科技企业。具体上市标准要低。以 NASDAQ 为例,全国市场对上市公司要求有形资产净值为 400 万美元、税前收入为 75 万美元,流通市值为 300 万美元,都低于纽约证券交易所的 4000 万美元、250 万美元和 4000 万美元。而后来对这三项指标只要求达到其中的一项就可以。^[9]据业已透露的经国务院批准的中国二板市场设立方案,上市标准也松动了许多。主要内容有:不受单日买卖涨跌幅限制;取消企业盈利记录要求;企业无形资产比例最高可达 70%;最低资本降低为 2000 万元,并实施全额流通。^[10]由此《公司法》《证券法》中有关上市标准、国有股法人股不得流通的规定都应当进行修改。第三,严格市场监管。二板市场上市公司规模较小,交易不如主板活跃,资产与业绩评估分析的难度较高,易出现内幕交易和操纵市场的现象。因此需要更为严格的监管。二板市场的一些重要的运作细则,尤其是持续信息披露制度、保荐人制度、做市商制度、摘牌制度、操纵市场的民事赔偿制度都要借鉴美国等发达国家的成功经验与作法认真制订。这样利于风险资本的退出,也保护了投资者的利益。二板市场将使风险企业境外上市、国内“借壳上市”成为次佳选择,直接上市所受“配额”等限制也将消除。其建立会极大地拓宽风险资本的退出渠道。

从长远发展的眼光看,应积极进行场外交易相关立法的探索。风险资本一旦形成规模,仅靠主板市场,二板市场是难以满足股权交易,资本流动和融资需要的。我国未来理想的风险资本退出的股票市场

体系应由主板市场、二板市场和场外交易市场构成。台湾有发达的场外交易市场又称“店头市场”，其 1982 年颁布《证券商营业处所买卖有价证券管理办法》，专门对店头市场作出了规定。其中关于店头市场监管，交易方式，信息披露等规定为我们提供了宝贵的经验。我国场外交易市场法律制度设计要充分考虑主板及未来二板市场发展的需要，把重心放在交易的资格、条件、交易规则、结算和监管等方面。一是全国要制定统一的规则，成立场外市场监督委员会和交易资格认定委员会，明确界定交易品种。进行场外交易的品种，应是适合于地区性募集的股票，其托管、交易、交割清算完全可以在本地区的交易柜台完成；二是对于全国性或跨地区的交易应采取全国联网报价，逐步发展成为全国联网集中竞价，进行公平、公正、公开交易，实现“统一报价、分散交易、集中清算”；三是可明确规定，在场外交易的股票可根据其表现推到证券交易所上市。将经过场外市场锻炼的风险投资企业股票择优在二板市场上市，会降低其上市风险。

其次，鉴于股份转让在世界范围内都是风险投资最主要的退出方式。国家还应逐步建立完善产权交易市场及其配套法律规范体系，提供各种政策支持积极鼓励技术产权交易。在制度设计上：第一、产权交易市场理想的运作模式应为会员制事业法人。开辟固定交易场所，采用大屏幕电子公告牌系统进行挂牌推介，利用因特网等信息渠道，为跨行业、跨地区，产权供求双方提供交易信息并进行撮合，同时提供产权交易过程中的资产评估、洽谈磋商、风险规避、咨询代理等方便条件和专业服务。第二、完善各类独立中介机构建设，法律法规尤其需要对中介机构的以下活动进行规制：鉴别风险企业的技术先进性的标准认证活动；对风险企业科技成果或无形资产进行估值的活动；评价项目的产业化进度、盈利水平、生命周期、改进方向等状况的市场潜力调查活动；对风险企业申请上市前后提供决策的咨询活动；法律与会计审计服务活动等。第三、保障市场信息传递的公开、准确与迅速，并建立健全相关法律监管体系，使风险资本得以健康、有章可循地退出。要求企业对其出具的《企业科技状况报告书》中关于科技含量，领先程度，行业科技发展趋势等内容，还有其它重大交易信息的真实性全面承担责任。要求资产评估机构等中介机构采取审慎态度确保其评估结果的权威性，可靠性。交易过程中，发现企业或咨询评估机构有违法作弊行为，中止交易并予以揭露惩处。

最后，应修改我国的《企业破产法》。制定适用风险资本破产清算退出的相关法律条款或是完善我国法律中相关公司清算的规定，简化企业登记部门对企业清算的强制性干预程序。当然，最理想的是在未来我国的《风险投资法》中设计风险投资企业的破产清算一节，作专项规定。其中对那些失败的小规模技术企业，还可以考虑为其设计一套行之有效的专用简易程序，为风险投资失败后迅速进行清算提供支持。因为清算过程拖得越长，则意味着损失越大。资金被套牢，就很有可能失去一个新的前景光明的项目。此外，还可考虑设计适用于风险企业投资项目的风险评价及项目进行过程中的风险预警机制，风险企业技术先进性认证机构、资产评估机构、企业市场潜力调查机构等中介组织在此时要发挥积极作用，并以其评价结果作为风险资本是否进行破产清算退出的主要依据，以期把损失降低到最低程度。

四、小结

风险投资退出机制是风险投资有效运作的关键，其对法律环境有较高的要求。只有完善的配套法律法规才能全面保证风险投资正常运行。因此，根据我国实际并借鉴国外成功经验、先进做法，加大研究力度，完善风险投资立法，为风险投资退出创造适宜的法律环境，已经成为一项迫在眉睫的重要立法任务。

参考文献

- [1] 张树中、胡海峰《试论美国创业资本的退出机制》《世界经济》2000 年 1 期第 58 页
- [2] 张树中、胡海峰《试论美国创业资本的退出机制》《世界经济》2000 年 1 期第 59 页
- [3] 张树中、胡海峰《试论美国创业资本的退出机制》《世界经济》2000 年 1 期第 59 页
- [4] 陈俊《我国高科技风险投资立法探讨》《中国科技产业》2001 年第 8 期 第 52 页
- [5] 范柏乃《我国风险投资体系研究》《科技导报》2001 年第 3 期 第 51 页
- [6] 唐意舟《八城市促进风险投资发展地方性法规比较分析》《中国科技产业》2002 年第 5 期 第 33 页
- [7] 桂雁军《购并——当前我国风险投资最佳退出机制》《武汉水利电力大学学报》1999 年 11 月号 第 17 页
- [8] 杨绍东《退出机制：风险投资的核心环节》《国际经济合作》1999 年第 8 期 第 18 页
- [9] 张树中《美国创业资本市场的制度分析》中国社会科学出版社 2001 年 11 月第 1 版第 213 页
- [10] 许健珊《国内二板市场设想》中国风险投资网 www.sinovclst.com/ctqk/353.htm